

旧城改造专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 对棚改和旧改的政策进行梳理，分析旧改的资金来源。
2. 对不同地区涉及的旧改文件进行梳理，分析不同地区政策的相同之处。
3. 对受益于旧改的建材品种的需求进行测算。

旧改按下加速键，期待相关建材需求释放

基本结论

- 支持老旧小区改造的政策频出，旧改有望成为稳投资、扩内需的重要手段。
 - 2019年开始，政府相关政策频出，全国老旧小区改造工作逐步进入加速期。国家也在不断出台政策进行资金支持，专项债投向新增城镇老旧小区改造领域。
 - 2020年4月，中央政治局会议指出，要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造。2020年全国老旧小区改造规模进一步扩大，比2019年增加一倍。
- 不同地区老旧小区改造的要求存在一定差异，但是大都包含了水电、燃气管道等市政基础设施完善，以及屋面防水、外墙粉刷等房屋修缮内容，且多属于基础类改造项目，相关建材的需求确定性高。
- 财政资金仍是旧改主力，基础类项目改造确定性较强。
 - 老旧小区改造需求旺盛，政府也有意愿推动，在政策的支持下，未来老旧小区改造资金问题将得到改善。地方政府专项债和银行信贷有望发力，成为老旧小区改造资金来源的重要增量。
 - 老旧小区改造过程中，主要依靠政府财政资金的基础类项目改造确定性较强。待改造面积多的东部地区，由于财政实力强，旧改推进相对顺利。中西部地区，财政支持力度大，从而保障相关工作的顺利开展。

投资建议

- 建议关注受益于老旧小区改造的防水、涂料和管材。
 - 防水：旧改市场空间 236 亿元，建议关注东方雨虹、科顺股份。
 - 涂料：旧改市场空间 518 亿元，建议关注三棵树。
 - 管材：旧改市场空间 273 亿元，建议关注永高股份。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
 dingshitao@gjzq.com.cn

风险提示

- 老旧小区改造资金落实不及预期；老旧小区改造协调机制不完善。

内容目录

1. 政府大力推动老旧小区改造	4
1.1 老旧小区改造支持政策频出	4
1.2 老旧小区改造将大规模开展	4
2. 棚改步入收尾阶段，旧改步入舞台中央	6
3. 老旧小区改造有望拉动相关建材消费	8
4. 财政资金仍是旧改主力，基础类项目改造确定性较强	10
4.1 在政策推动下，改造资金压力将有所缓解	10
4.2 基础类项目主要依靠财政支持，更易推进	10
5. 老旧小区改造中的消费建材需求测算	13
5.1 防水材料：旧改市场空间 236 亿元	13
5.2 涂料：旧改市场空间 518 亿元	14
5.3 管材：旧改市场空间 273 亿元	14
6. 建议关注防水、涂料、管材	15
6.1 防水材料	15
6.2 涂料行业	15
6.3 管材行业	15
7. 风险提示：	16

图表目录

图表 1：中央及各省市老旧小区改造政策频出	4
图表 2：老旧小区改造前的居住环境	5
图表 3：老旧小区改造后的居住环境	5
图表 4：2020 年各省市老旧小区改造计划陆续出台	5
图表 5：棚户区改造步入收尾阶段	7
图表 6：北京市老旧小区改造分为基础类和自选类	8
图表 7：不同省份老旧小区改造略存差异	9
图表 8：旧改资金五大来源	10
图表 9：河北省老旧小区改造资金筹措方案	11
图表 10：广东省 2000 年前居民建筑面积最多	11
图表 11：2019 年广东省 GDP 位列首位	11
图表 12：2019 年广东省财政收入位列首位	11
图表 13：2019 年东部地区在城镇老旧小区改造资金分配中占比低	12
图表 14：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》中消费建材应用场景	13
图表 15：防水材料需求 11.8 亿平方米	14
图表 16：涂料需求 25.91 亿千克	14
图表 17：管材需求 34.08 亿米	15

1. 政府大力推动老旧小区改造

1.1 老旧小区改造支持政策频出

老旧小区是指“2000 年以前，公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区”。老旧小区通常是在单位改制之前，由政府、单位出资建设的居住区，与 1998 年商品房改革之后建设成的居住区相比，公共设施落后、配套设施不齐。根据住建部初步统计，全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。

老旧小区改造起源于 2015 年 12 月的中央城市工作会议，该会议首次提出“加快老旧小区改造”。2017 年 12 月，住建部召开老旧小区改造试点工作座谈会，确定在广州、厦门、韶关等 15 个城市开展老旧小区改造试点工作，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验。2018 年，各试点城市改造工作正式开展，当年试点城市共改造老旧小区 106 个，惠及 5.9 万户居民。

2019 年开始，政府相关政策频出，全国老旧小区改造工作逐步进入加速期。2019 年 4 月，住建部、发改委和财政部联合发布《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，全面推进城镇老旧小区改造，指导地方因地制宜做出当地城镇老旧小区改造的内容和标准，并提出给予中央补助资金支持。2019 年 6 月，国务院常务会议部署推进老旧小区改造，标志着改造工作已上升到国家高度。

面对资金来源问题，国家也在不断出台政策进行资金支持，助力老旧小区改造顺利进行。2019 年 9 月财政部、住建部印发《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》，专项资金支持范围包括老旧小区改造。2020 年 4 月 3 日国务院联防联控机制举行的新闻发布会上，财政部副部长许宏才表示，2020 年专项债投向新增城镇老旧小区改造领域。

图表 1：中央及各省市老旧小区改造政策频出

时间	政府部门	政策来源	内容
2015.12		中央城市工作会议	习近平总书记提出，要深化城镇住房制度改革，继续完善住房保障体系，加快城镇棚户区和危房改造，加快老旧小区改造，…有序推进老旧住宅小区综合整治。
2016.2	中共中央、国务院	《中国中央、国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	有序推进老旧住宅小区综合整治。
2017.12	住建部	老旧小区改造试点工作座谈会	提出在 15 个城市开展老旧小区改造试点，目的是探索城市老旧小区改造的新模式，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验。
2018.3	国务院	《2018 年国务院政府工作报告》	有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。
2019.4	住建部、发改委、财政部	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	摸排全国城镇老旧小区基本情况；指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准；提出将给予中央补助资金支持。
2019.6	国务院	国务院常务会议	部署推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。
2019.9	财政部、住建部	《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》	老旧小区改造资金，按照各地区年度老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数等因素以及相应权重，结合财政困难程度进行分配。
2020.4	财政部	国务院联防联控机制新闻发布会	财政部副部长许宏才表示 2020 年专项债投向新增城镇老旧小区改造领域。
2020.4	国务院	国务院常务会议	确定加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生扩内需。
2020.4	中央政治局	中央政治局会议	要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造。
2020.4	住建部	国务院政策例行吹风会	2020 年，各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比 2019 年增加一倍。

来源：政府网站，国金证券研究所

1.2 老旧小区改造将大规模开展

疫情对国民经济造成较大冲击，经济面临下行压力，中央继续坚定“房住不炒”的方针。因此，除基建托底外，老旧小区改造也将是稳投资、扩内需的重要手段。根据住建部的要求，老旧小区改造在完善配套基础设施的同时，也将进一步健全周边服务设施的建设，而且有望拉动部分居民室内装修需求，从

而带动新的有效投资增长。此外，老旧小区改造作为一项民生工程，还可以改善居民的生活环境，提升民众幸福感，一举两得。

图表 2：老旧小区改造前的居住环境



来源：腾讯网《博山区三个老旧小区改造，效果图发布》，国金证券研究所

图表 3：老旧小区改造后的居住环境



来源：腾讯网《博山区三个老旧小区改造，效果图发布》，国金证券研究所

中央定调，2020 年老旧小区改造规模进一步扩大。2020 年 4 月，中央政治局会议指出，要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造。2020 年 4 月 16 日，住建部副部长黄艳在国务院政策例行吹风会上介绍，2020 年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比 2019 年增加一倍。

在中央层面的政策顶层设计逐渐完善的过程中，地方政府也在积极推动老旧小区改造工作。2020 年，全国绝大部分省份已出台本年老旧小区改造目标。从各省份规划来看，部分地区推进力度较大，如：山东省计划 2020 年底基本完成 1995 年前建成老旧小区改造任务，涉及居民 40 万户以上；辽宁省将对 2000 年之前建造的 894 个老旧小区进行全面改造，共涉及居民 35.8 户；云南省计划在 2020 年累计完成老旧小区改造任务的 70% 以上，2021 年将彻底完成。

图表 4：2020 年各省市老旧小区改造计划陆续出台

省份	内容
河北省	2020 年计划改造 1369 个小区，完成老旧小区改造三年行动计划
河南省	2020 年计划完成改造老旧小区不少于 50 万户
吉林省	2020 年全省将改造 1945 个小区，涉及居民约 27 万户
辽宁省	2020 年将对 2000 年之前建造的 894 个老旧小区进行全面改造，共涉及居民 35.8 户，面积 2619 万平方米
山东省	计划开工改造小区 40 万户以上，2020 年底基本完成 1995 年前建成老旧小区改造任务。
上海市	2020 年完成旧住房改造 1000 万平方米
江苏省	2020 年完成 500 个老旧小区综合整治
浙江省	2020 年实施 500 个城镇老旧小区改造
安徽省	2020 年计划改造老旧小区 871 个，涉及近 26 万户居民
江西省	2020 年计划改造老旧小区 1506 个，涉及居民 33.1 万户
湖北省	2020 年启动 2539 个老旧小区改造工程，涉及 34.3 户居民
湖南省	2020 年计划改造 1000 个城镇老旧小区
广西	2020 年计划改造老旧小区 1363 个，涉及居民 16.7 万户
海南省	2020 年计划完成 153 个老旧小区、893 栋住宅楼、建筑面积 247 万平方米、惠及 2 万户以上居民
重庆市	2020 年计划启动 1700 个项目，覆盖 3000 万平方米
四川省	2020 年计划改造 4193 个老旧小区，涉及 46.3 万户居民
贵州省	2020 年启动老旧小区改造工程 5.96 万户
云南省	2020 年老旧小区改造任务累计完成 70% 以上，2021 年完成 100%
陕西省	2020 年计划改造 2877 个老旧小区，涉及 36.4 万户居民
宁夏	2020 年计划改造老旧小区 242 个、1366 栋、52285 户，建筑面积 443.47 万平方米
青海省	2020 年全省老旧小区改造 5 万套

来源：地方政府网站，国金证券研究所

2. 棚改步入收尾阶段，旧改步入舞台中央

棚户区是指国有土地上集中连片建设的，简易结构房屋较多、建筑密度较大、基础设施简陋、房屋建成年限较长、使用功能不全、安全隐患突出的居住区域。棚户区改造是通过实物安置和货币化安置相结合的方式，对棚户区居民进行房屋居住的重置和迁建，重点涉及房屋的拆旧建新，为我国房地产市场发展起到了重要推动作用。

从 2004 年开始，我国棚户区改造大致走过了四个发展阶段，目前已经接近尾声，将逐步退出历史舞台。

- 试点起步阶段。2004 年，辽宁省启动棚户区改造工作，拉开全国棚改的大幕。2005 年，住建部出台《关于推进东北地区棚户区改造工作的指导意见》，棚户区改造开始在东北三省相继开展，不过此阶段尚未在全国范围内推广。
- 全面推广阶段。面对经济下行压力，2008 年，国务院出台《扩大内需促进经济平稳较快增长的十项措施》，将棚户区改造作为保障性安居工程的主要内容全面启动，进而在全国范围内推广。2013 年，国务院发布《关于加快棚户区改造工作的意见》，要求在加快推进集中成片城市棚户区改造的基础上，各地区要逐步将其他棚户区、城中村改造，统一纳入城市棚户区改造范围。
- 加速发展阶段。2014 年，中共中央、国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，要求加快推进集中成片城市棚户区改造，到 2020 年基本完成城市棚户区改造任务，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。这一阶段中，货币安置化成为了棚改的重要途径，PSL（抵押补充贷款）是棚改资金的主要来源，保障棚改工作的顺利推进。2015 年，住建部、国开行联合发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》，对实行货币化安置的棚改项目，国家开发银行将加大贷款支持力度。
- 转型收尾阶段。2018 年之后，棚户区改造逐渐接近尾声，多省份棚改目标计划大幅缩减，同时国开行总行收回棚改项目的合同审批权限，政府也不再鼓励货币化安置。2017 年 5 月，国务院常务会议要求实施 2018-2023 年棚改攻坚计划，再造各类棚户区 1500 万套。2018 年全国共改造 626 万套，2019 年完成 316 万套，棚户区改造力度已明显减弱。2020 年 3 月，监管部门明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。

图表 5：棚户区改造步入收尾阶段

时间	政府部门	政策来源	内容
2004年	辽宁省		辽宁省率先启动了全国范围内的棚户区改造计划
2005年1月	住建部	《关于推进东北地区棚户区改造工作的指导意见》	为贯彻落实党中央、国务院关于振兴东北地区等老工业基地的战略部署，推进东北地区棚户区改造。要求：统筹规划，分步实施；政府组织，市场运作；个人出资，政府帮助；依法改造，确保稳定；综合开发，配套建设
2008年1月	国务院	《扩大内需促进经济平稳较快增长的十项措施》	加快建设保障性安居工程，棚户区改造作为保障性安居工程的主要内容全面启动
2009年12月	住建部等五部委	《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》	完善安置补偿政策，城市和国有工矿棚户区改造实行实物安置和货币补偿相结合，由被拆迁人自愿选择
2010年4月	住建部、发改委	《关于中央投资支持国有工矿棚户区改造有关问题的通知》	中央投资补助范围为城市规划区外、不能通过商业开发解决的国有工矿棚户区改造工程，包括在建项目和当年具备开工条件的项目。中央补助投资按照项目批准文件和有效拆迁许可证确定的拆迁改造户数为依据进行安排，用于为国有工矿棚户区改造工程直接配套的基础设施建设
2012年12月	住建部、发改委等七部门	《关于加快推进棚户区（危旧房）改造的通知》	居民安置采取实物安置和货币补偿相结合；安置住房采取原地重建和异地建设相结合，能就近安置的，尽可能就近安置。在改造中可配套建设一定数量的廉租住房、公共租赁住房等保障性住房，统筹用于符合条件的保障家庭。
2013年7月	国务院	《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》	全面推进各类棚户区改造。在加快推进集中成片城市棚户区改造的基础上，各地区要逐步将其他棚户区、城中村改造，统一纳入城市棚户区改造范围。要采取增加财政补助、加大银行信贷支持、吸引民间资本参与、扩大债券融资、企业和群众自筹等办法筹集资金
2014年3月	中共中央、国务院	《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》	加快推进集中成片城市棚户区改造，逐步将其他棚户区、城中村改造统一纳入城市棚户区改造范围，到2020年基本完成城市棚户区改造任务。努力实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户
2015年6月	国务院	《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	制定城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设三年计划（2015—2017年）。改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套，农村危房1060万户，加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理、运行安全、服务便捷
2015年8月	住建部、国开行	《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》	国家开发银行对商品住宅库存量大、消化周期长的市、县，将从严控制对新建棚改安置住房项目的贷款支持；对实行货币化安置的棚改项目，国家开发银行将加大贷款支持力度
2016年12月	住建部、发改委、财政部	《棚户区改造工作激励措施实施办法（试行）》	鼓励各地干事创业、真抓实干，有效推进棚户区改造工作，激励支持对象是指年度棚改工作积极主动、成效明显的省（自治区、直辖市，含兵团）
2017年5月	国务院	国务院常务会议	国务院总理李克强召开国务院常务会议，会议要求实施2018-2020年3年棚改攻坚计划，再造各类棚户区1500万套
2018年4月	财政部、住建部	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	对地方政府棚户区改造专项债券的申请、发行、使用、偿还及相关管理做了详细的规范
2018年6月	财政部	《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》	确定政府购买棚改服务模式正式取消
2018年10月	住建部	关于2019年棚改政策部分省市座谈会	政府购买棚改服务模式取消，但鼓励国开行、农发行对收益能平衡的棚改项目继续贷款，2019年棚改资金主要通过发行棚改专项债券的形式解决
2020年5月	相关监管部门		棚改专项债将恢复发行，不过仅支持已开工项目且不得用于货币化安置

来源：政府网站，国金证券研究所

随着棚户区改造落下帷幕，老旧小区改造接过接力棒，开始步入舞台中央。不同于棚改，旧改并不涉及房屋拆迁和安置补偿问题，更多的是对现有房屋进行修缮、改造小区水电气路及光纤等基础设施以及完善周边配套服务设施。虽然老旧小区改造对地产整体投资刺激作用较弱，不过对相关领域需求的拉动作用仍然明显。

3. 老旧小区改造有望拉动相关建材消费

中央对老旧小区改造内容初步分成三类：保基本的配套设施、提升类的基础设施和完善公共服务类的内容。根据 2019 年 7 月 1 日的国务院政策例行吹风会上，住建部副部长黄艳表态，老旧小区的改造内容将包括以下三方面：

保基本的配套设施，主要包括与居民生活直接关系的水、电、气、路等市政基础设施。此外，装电梯也属其中，但是并不做强制要求。我们认为，保基本的配套设施是老旧小区改造的最基本内容。

提升类的基础设施，是在保基本的基础上，鼓励在改造中建设一些提升类的基础设施，包括：公共活动场地，有条件的地方配建停车场、活动室、物业用房等。

完善公共服务类的内容，是在这“保基本”和“提升类”的基础上，改善居民居住条件，包括：完善社区的养老、抚幼、文化室、医疗、助餐、家政、快递、便民、便利店等设施。

图表 6：北京市老旧小区改造分为基础类和自选类

范围	类别	改造整治内容
楼本体	基础类	拆除违法建设
		整治开墙打洞
		清理群租
		地下空间治理
		对经鉴定不满足抗震设防要求的楼房同时进行抗震加固和节能改造
		对性能或节能效果未达到民用建筑节能标准 50% 的楼房进行节能改造
		根据实际情况，对楼内水、电、气、热、通信、防水等设施设备进行改造
		进行空调规整、楼体外面线缆规整
		对楼体进行清洗粉刷
		拆除楼梯各层窗户外现有护栏，对一层加装隐形防护栏
		光纤入户改造
		完善无障碍设施
	自选类	多层住宅楼房增设电梯等上下楼设施
		楼梯抗震加固增加阳台
		多层住宅楼房平改坡
		屋顶美化
小区公共区域	基础类	太阳能应用
		拆除违法建设
		进行地桩地锁专项整治和清理废弃汽车与自行车
		绿化补建
		修补破损道路
		完善公共照明
		更新补建信报箱
		完善安防、消防设施
		根据实际情况进行水、电、气、热、通信、光纤入户等线路管网和设施设备改造，架空线规范梳理及入地
		维修完善垃圾分类投放收集站
		增设再生资源收集站点
		有条件的大型居住小区增设公厕
		无障碍设施和适老性改造
	自选类	增设养老服务设施和社区综合服务设施
		补建停车位及电动汽车充电设施
		完善小区信息基础设施和技术装备
完善小区治理	基础类	完善小区治理体系
		实施规范化物业管理

来源：北京市人民政府办公厅，国金证券研究所

我们进一步梳理了各省份出台的老旧小区改造文件，发现不同地区改造要求存在一定差异，但是大都包含了水电、燃气管道等市政基础设施完善，以及屋面防水、外墙粉刷等房屋修缮内容，且多属于基础类改造项目。因此，老旧小区改造的加速推进，主要带动防水材料、涂料以及管材等消费建材的需求。

图表 7：不同省份老旧小区改造略存差异

省份	政策	内容
河北省	《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020年）》	安全问题：集中解决安全设施、服务设施、公共设施和外部环境存在的安全问题。 居住功能：优化和完善老旧小区各项设施，补齐功能短板，包括房屋修缮、排水管网改造等。 环境治理方面：整治环境卫生，提升绿化水平。
北京市	《北京市老旧小区综合整治工作方案（2018-2020年）》	楼本体：进行节能改造；对水电气热等设备进行改造；对楼体进行粉刷清洗等。 小区公共区域：根据实际情况进行水电气热管网设施改造；绿化补建等。
吉林省	《吉林省城市老旧小区整治提升实施方案》	基本项目内容：设施完善，包括改造和完善老旧小区供水、排水、供电、供气、供热、弱电设施，修整、翻建小区道路；房屋修缮，包括非节能房屋实施节能、防水和外观改造等；环境治理，包括实施硬化、绿化、亮化、美化建设等。 提升类项目内容：楼宇加装电梯、小区建造坡道、护栏、无障碍设施、增设充电桩、规范牌匾、小区临街建筑亮化等。
江西省	《关于推进全省城镇老旧小区改造工作的指导意见》	改观小区面貌：清理拆除各类违章建筑物和侵占绿地、道路的违法设施等。 改善房屋功能：实施建筑节能改造，维修屋面防水；对房屋外墙及公共楼道墙面进行维修改造等。 改造基础设施：清淘化粪池、维修污水管网，具备条件的进行雨污分流改造；维修改造小区内的供电、供水和供气管线等。 改优居住环境：清理整治公共绿地，补栽花草树木，完善小区绿化设施等。
黑龙江省	《黑龙江省人民政府办公厅关于推进全省城镇老旧小区改造的指导意见》	健全环卫消防设施；改善小区环境设施。对小区道路实施硬化、修复或重建。进行院落绿化；改造小区基础设施，改造梳理归整小区内地下地上和楼内的给排水、强弱电、供暖、供气管网、线缆；房屋维修改造，对楼顶屋面防水进行维修，修缮楼宇公共部位窗户；危险房屋整治改造。按照鉴定等级、危险程度、影响范围，及时消除险情，提高既有房屋防险抗灾能力。
山东省	《山东省老旧住宅小区整治改造导则（试行）》	环境设施改造：整修楼宇外墙、楼宇公共部位内墙与顶棚；修缮楼宇公共部位窗户；修缮雨水管、雨棚、散水等建筑构配件。 基础设施改造：对雨水、污水管道以及化粪池进行全面的疏通清淤，接入城市雨污主管网；按照“先地下、后地上”的原则，整治更新供水、供热、供气管道及供电、通信、有线电视等电气线路。
湖北省	《湖北省老旧小区改造工作指南》	基础类项目改造：建筑修缮，内容包括建筑物楼道、外墙、屋面修缮等；供水设施；排水设施；供气设施等。
青海省	《关于全省老旧住宅小区综合整治工作的实施意见》	住宅本体改造：基本类项目包括外墙保温、门窗更换、屋面整修、楼道整治、楼体附属设施规整、楼内水电气三表出户改造。 基础设施改造：基本类项目包括道路整治、地下管网改造、更新规范杆管线设施、整治停车设施、更新规范环卫设施、疏通小区消防通道。

来源：地方政府网站，国金证券研究所

4. 财政资金仍是旧改主力，基础类项目改造确定性较强

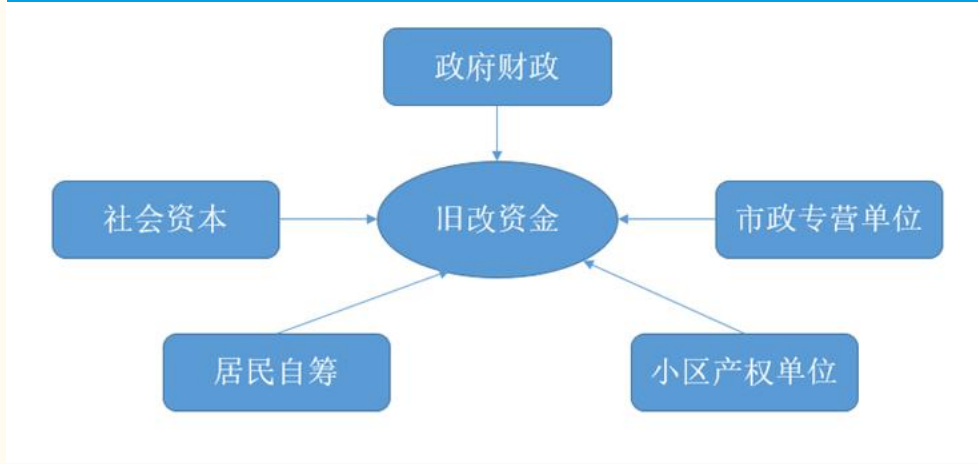
4.1 在政策推动下，改造资金压力将有所缓解

老旧小区改造需求旺盛，政府也有意愿去进行推动，但是核心阻力仍然是资金问题。从目前情况来看，不同于棚改项目具有丰富的融资手段（一方面是政策支持、打开融资渠道，另一方面在于棚改本身具有的土地出让金收入作为现金流保证，融资较强），旧改的融资手段相对匮乏。旧改资金主要来自于五个方面：政府财政、市政专营单位、小区产权单位、居民自筹和社会资本。我们认为，这些资金来源均存在一定不足，比如：部分政府财政实力较弱，出资压力大；市政专营单位属于垂直管理单位，出资协调难度较大；老旧小区产权单位部分已倒闭或无力出资；老旧小区居民收入普遍有限，且以中老年人为主，思想观念转变较为困难，资金难以筹集；改造项目大多缺乏收益，社会资本参与积极性并不高。

在政策的强力支持下，未来老旧小区改造资金问题应会在一定程度上得到改善。根据《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，老旧小区改造要拓宽资金筹集渠道，要按照“谁受益、谁出资”原则，结合实际合理确定改造费用分摊规则，完善居民合理分担、单位投资、市场运作、财政奖补等多渠道资金筹措机制。李克强总理也在 2020 年 4 月的国常会上提到，根据各地的实践经验看，建立政府与居民、社会力量合理共担改造资金的机制，中央财政给予补助、地方政府专项债给予倾斜、鼓励社会资本参与改造运营，是破解老旧小区改造资金难题的有效方法。

未来地方政府专项债和银行信贷有望发力，成为老旧小区改造资金来源的重要增量。监管部门已明确 2020 年全年专项债不得用于土储、棚改领域，同时新增老旧小区改造投向等领域。具有一定现金流和收益的旧改项目，可成为专项债投向载体，同时专项债也可作为资本金，带动更多社会资本的进入。在政策推动下，银行信贷也在积极的探索介入途径。2019 年 8 月，农业银行曾印发《关于加快对城镇老旧小区改造项目进行业务营销的通知》，要求抢抓城镇老旧小区改造市场机遇，履行国有大行的责任担当。

图表 8：旧改资金五大来源



来源：国金证券研究所

4.2 基础类项目主要依靠财政支持，更易推进

老旧小区改造所需资金规模较大，但我们认为投资较大的项目主要集中在提升类和完善公共服务类，水、电、气、路等市政基础设施以及楼体修缮这些对政府财政依赖较高的基础类项目所需资金相对较少，更容易推动。

从此前部分省份老旧小区改造经验来看，老旧小区改造仍然是以政府财政出资为主导，且除社会资本外的资金主要投向保基本的配套设施。根据《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，河北省老旧小区改造三年总任务共需资金 129.6 亿元，其中 112.3 亿元由市县两级财政筹集，占比 87%，剩余由市政专营单位、小区原产权单位和居民个人共同筹集。值得注意的是，

河北省老旧小区改造主要针对的是安全问题、居住功能以及环境治理，大多属于“基础类”改造项目。

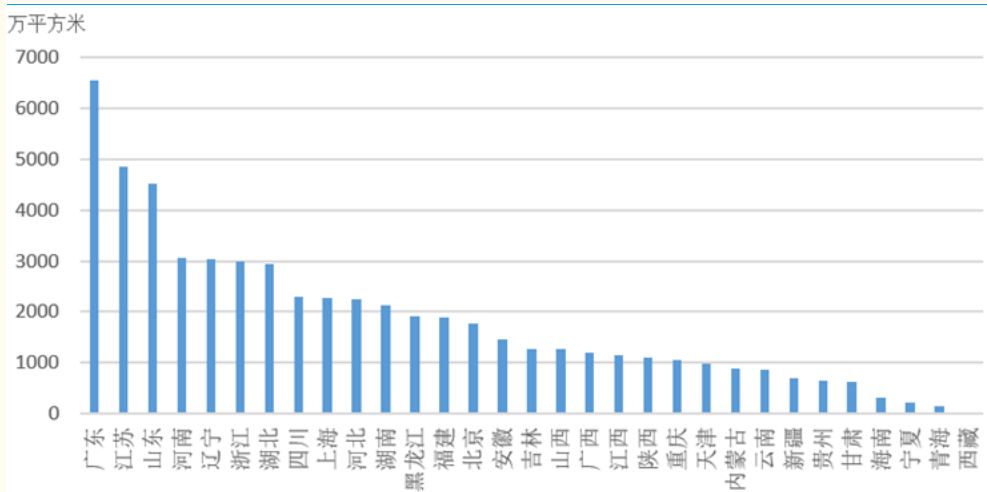
图表 9：河北省老旧小区改造资金筹措方案

部门	资金（亿元）	应用方向
地方政府	112.3	由市、县两级财政筹集，主要负责老旧小区安全设施、居住功能改善及环境整治等改造项目
市政专营单位	6.5	主要承担水、电、气、暖、信地下管网改造、线路整理等
小区原产权单位	5.2	主要承担“三供一业”分离小区改造
居民个人	5.6	主要用于屋面、楼道、单元门禁等建筑物本体改造

来源：《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，国金证券研究所

根据国家第六次人口普查数据，我们对全国 31 个省、直辖市、自治区的城市居民建筑面积进行了系统梳理，发现在 2000 年之前建成的建筑面积总量最多的省份，大多是广东、江苏等经济较为发达的地区，以及河南、四川等人口大省。

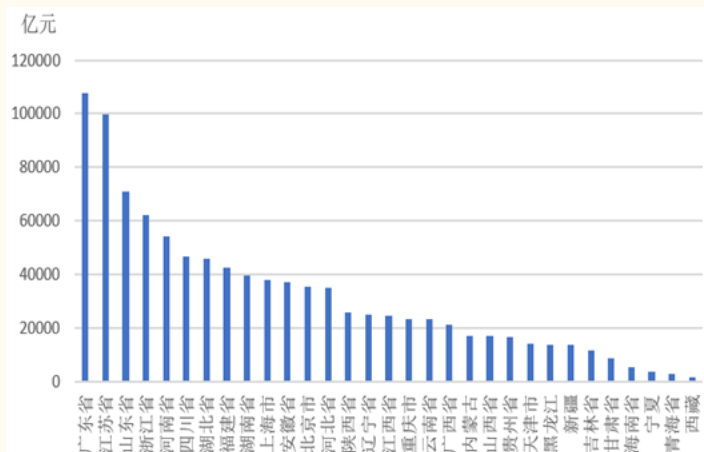
图表 10：广东省 2000 年前居民建筑面积最多



来源：国家统计局，国金证券研究所

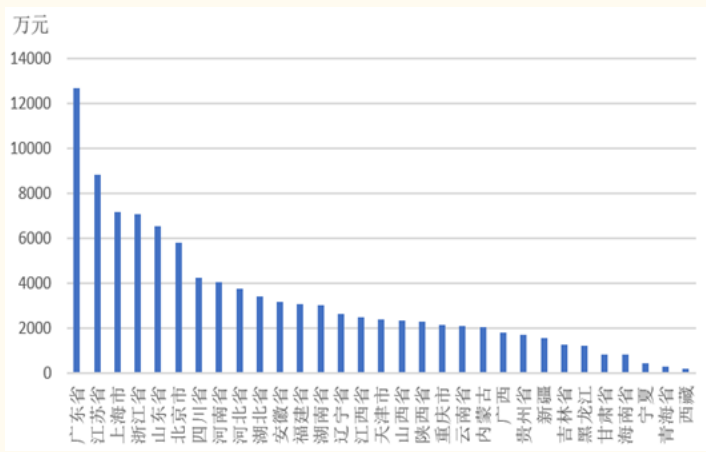
经济发达地区待改造小区面积最多，同时财政实力也最强，因此当地老旧小区改造工作推进具备资金保障。2019 年，广东省、江苏省、山东省和浙江省的 GDP 分别达到 10.77 万亿元、9.96 万亿元、7.11 万亿元和 6.24 万亿元，位列全国前四位；财政收入分别为 1.27 万亿元、0.88 万亿元、0.65 万亿元和 0.70 万亿元，分别位列全国第 1、第 2、第 5 和第 4。

图表 11：2019 年广东省 GDP 位列首位



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 12：2019 年广东省财政收入位列首位



来源：国家统计局，国金证券研究所

2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金将老旧小区改造纳入支持范围，全年共下发 297.92 亿元。根据财政部下发的资金分配表，东部经济发达地区分配金额较少，为 30.44 亿元，占总额比例仅为 10.22%，广东、江苏等省份并未获得资金；中西部经济实力相对较弱，则专项资金倾斜力度较大，中部地区获得分配金额 166.16 亿元，占比 55.77%，西部地区获得分配金额 101.32 亿元，占比 34.01%。

图表 13：2019 年东部地区在城镇老旧小区改造资金分配中占比低

省份	改造面积（万平方米）	改造户数（户）	改造楼栋数（栋）	改造小区数（个）	分配金额（万元）
东部地区	4,136	491,142	15,550	1,579	304,351
天津	330	50,860	1,478	174	23,449
辽宁	1,444	185,440	3,402	444	129,957
大连	13	1,966	49	15	836
浙江	1,194	131,994	5,750	369	67,609
宁波	141	14,323	481	24	4,372
福建	631	64,289	3,111	330	49,357
厦门	17	2,920	80	35	700
山东	363	39,074	1,192	187	27,988
青岛	3	276	7	1	83
中部地区	17,659	1,950,540	73,296	9,641	1,661,641
河北	1,308	175,714	4,217	718	123,372
吉林	1,567	218,681	3,713	831	162,511
黑龙江	964	124,149	2,049	436	97,051
安徽	674	76,568	2,646	240	60,736
江西	2,541	266,597	14,250	686	229,985
河南	4,719	500,017	18,221	3,383	449,496
湖北	2,491	262,179	9,800	1,297	219,615
湖南	3,351	322,627	18,265	2,009	314,627
海南	44	4,008	135	41	4,248
西部地区	10,179	1,057,854	57,732	7,525	1,013,198
内蒙古	1,031	121,054	3,176	855	102,901
广西	296	27,882	1,512	197	29,788
重庆	922	101,541	3,672	1,063	77,489
四川	1,542	169,119	5,801	735	140,221
贵州	671	78,683	4,052	381	70,025
云南	1,968	150,649	27,907	1,582	210,621
西藏	1	100	6	2	139
陕西	1,490	146,777	4,161	1,225	134,818
甘肃	635	78,878	1,920	302	72,813
青海	210	30,000	815	231	30,021
宁夏	207	28,155	792	150	26,203
新疆	1,206	125,016	3,918	802	118,159
合计	31,974	3,499,536	146,578	18,745	2,979,190

来源：财政部，国金证券研究所

老旧小区改造过程中，主要依靠政府财政资金的基础类项目改造确定性较强，进而拉动相应消费类建材的需求。2020 年老旧小区改造是大势所趋，广东、江苏等财政实力强且待改造面积多的东部地区，将有力推动全国改造工作的进行。对于中西部地区，中央财政支持力度料将继续加大，从而保障相关工作的顺利开展。根据《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，从河北省改造资金来源来看，居民个人筹集部分仅占 4.32%，若工作推进受阻，可由财政资金进行适当倾斜。

5. 老旧小区改造中的消费建材需求测算

老旧小区改造对消费建材的需求主要集中在：防水材料、管材和涂料。我们根据北京市住建委建设工程造价管理处 2018 年发布的《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》对三项建筑材料的需求量进行测算。整体假设如下：

假设 1：全国仍有待改造老旧小区建筑面积约 40 亿平方米。

假设 2：石家庄市住建集团辰投电梯公司数据显示，石家庄（含县市区）老旧小区中，高层住宅小区占比不到 20%。我们假设全国多层住宅老旧小区占比 85%，平均楼层为 6 层；高层住宅老旧小区占比 15%。

假设 3：根据全国第六次人口普查数据，假设具有采暖系统改造需求的建筑面积占比为 40%。

假设 4：测算均未考虑老旧小区改造带来的室内装修需求。

图表 14：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》中消费建材应用场景

工程项目	子项目	材料名称	单方消耗量	单位
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	保温及粉刷工程	丙烯酸弹性涂料	0.877	Kg
多层住宅节能改造工程	粉刷工程	丙烯酸弹性高级涂料	0.657	Kg
	粉刷工程	耐擦洗涂料	0.1	Kg
多层住宅平改坡工程	屋面工程	防火涂料	0.554	Kg
		SBS 防水卷材	1.013	m ²
多层住宅屋面板更换工程	防水工程	SBS 防水卷材	2.715	m ²
多层住宅加装电梯工程	土建工程	SBS 防水卷材	0.766	m ²
		防火漆	1.077	Kg
		白色耐擦洗涂料	0.487	Kg
	安装工程	管材	0.69	m
高层住宅节能改造工程	保温工程	SBS 防水卷材	0.044	m ²
		丙烯酸弹性涂料	0.595	Kg
	粉刷工程	耐擦洗涂料	0.123	Kg
高层塔式住宅节能改造工程	保温及粉刷工程	丙烯酸弹性涂料	0.645	Kg
		耐擦洗涂料	0.085	Kg
多层住宅给排水系统改造工程（地上5层）		管材	0.64	m
高层住宅给排水系统改造工程（地上14层）		管材	0.263	m
多层住宅采暖系统改造工程（地上5层）		管材	0.254	m
多层住宅采暖分户热计量系统改造工程（地上6层）		管材	0.1	m
锅炉房煤改气工程	土建工程	聚氨酯防水涂料	1.518	Kg
	土建工程	耐擦洗涂料	0.701	Kg
	安装工程	管材（水）	1.687	m
	安装工程	管材（电）	1.687	m
小区热力外线更换工程		管材	2.31	m
小区污水外线更换工程		管材	1.025	m
小区污水、雨水合槽外线更换工程		管材	1.906	m

来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，国金证券研究所

5.1 防水材料：旧改市场空间 236 亿元

根据《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，防水材料主要应用在多层住宅平改坡屋面工程、多层住宅屋面板更换防水工程、多层住宅加装电梯土建工程、高层住宅节能改造保温工程。

根据上文假设，多层住宅老旧小区建筑面积为 34 亿平方米，则屋面面积为 5.67 亿平方米，平改坡与屋面板更换各占 50%，则屋面改造所需防水卷材

面积为 10.55 亿平方米。北京市老旧小区改造案例显示，多层住宅加装电梯每个单元将新增 45 平方米的建筑面积，按照一个单元 600 平方米的建筑面积计算，则安装电梯将新增建筑面积 7.5%，若全国多层住宅小区有 50% 加装电梯，则需要防水卷材 0.98 亿平方米。高层住宅节能改造工程需要 0.26 亿平方米。

综上所述，老旧小区改造可消耗 SBS 防水卷材 11.8 亿平方米，按照 20 元 / m² 的价格计算，则将打开 236 亿元的市场空间。

图表 15：防水材料需求 11.8 亿平方米

工程项目	子项目	材料名称	单方消耗量 (m ²)	计算面积 (亿 m ²)	总消耗量 (亿 m ²)
多层住宅平改坡工程	屋面工程	SBS 防水卷材	1.013	2.83	2.87
多层住宅屋面板更换工程	防水工程	SBS 防水卷材	2.715	2.83	7.68
多层住宅加装电梯工程	土建工程	SBS 防水卷材	0.766	2.55	0.98
高层住宅节能改造工程	保温工程	SBS 防水卷材	0.044	6	0.26
合计					11.8

来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，国金证券研究所

5.2 涂料：旧改市场空间 518 亿元

根据《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，丙烯酸弹性涂料主要应用在多层住宅现浇外板墙抗震加固中的保温及粉刷工程、住宅节能改造中的粉刷工程保温和粉刷工程，可以归集为老旧小区改造过程中的外墙保温粉刷。

从北京市老旧小区改造经验来看，多层住宅涂料外墙粉刷单方消耗量（计算单位按照原房屋建筑面积）在 0.65 千克左右，高层住宅涂料外墙粉刷单方消耗量在 0.6 千克左右，则全国老旧小区改造中丙烯酸弹性涂料总消耗量为 25.9 亿千克，按照 20 元/kg 的价格计算，则有 518 亿的市场需求。

图表 16：涂料需求 25.91 亿千克

工程项目	子项目	材料名称	单方消耗量 (Kg)	计算面积 (亿 m ²)	总消耗量 (亿 kg)
多层住宅节能改造工程	粉刷工程	丙烯酸弹性高级涂料	0.657	34	22.34
高层住宅节能改造工程	保温工程	丙烯酸弹性涂料	0.595	6	3.57
合计					25.91

来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，国金证券研究所

5.3 管材：旧改市场空间 273 亿元

根据《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，管材主要应用在住宅给排水、采暖、燃气系统改造以及小区热力、污水外线更换。

从北京市老旧小区改造经验来看，多层住宅给排水系统改造、高层住宅给排水系统、多层住宅采暖系统改造与多层住宅采暖分户热计量系统改造的管材单方消耗量（计算单位按照原房屋建筑面积）分别为 0.64 米、0.263 米、0.254 米和 0.10 米，则相应管材需求合计为 35.37 亿米。

小区热力、污水外线以及污水、雨水合槽外线更换管材单方消耗量（计算单位按照小区管沟长度），分别为 2.31 米、1.025 米和 1.906 米。由于此部分需要按照管沟长度去测算，较为困难，因此我们继续采用《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》数据。假设全国 16 万个老旧小区，小区平均热力外线管沟长 250 米，约 4 万个小区有采暖系统，合计 0.16 亿米；污水外线管沟长 1250 米，合计 2 亿米；污水、雨水合槽外线管沟长 1.84 亿米。则相应管材需求合计为 6.48 亿米。

综上所述，老旧小区改造可带动 34.08 亿米的管材需求，按照管材 8 元 / m² 的价格计算，则市场需求在 273 亿元左右。

图表 17：管材需求 34.08 亿米

工程项目	材料名称	单方消耗量 (m)	计算面积 (亿 m ²)	总消耗量 (亿 m)
多层住宅给排水系统改造工程	管材	0.64	34	21.76
高层住宅给排水系统改造工程	管材	0.263	6	1.58
多层住宅采暖系统改造工程	管材	0.254	13.6 (40%小区具有采暖系统)	3.45
多层住宅采暖分户热计量系统改造工程	管材	0.1	13.6 (40%小区具有采暖系统)	1.36
小区热力外线更换工程	管材	2.31	0.16	0.37
小区污水外线更换工程	管材	1.025	2	2.05
小区污水、雨水合槽外线更换工程	管材	1.906	1.84	3.51
合计				34.08

来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，国金证券研究所

6. 建议关注防水、涂料、管材

老旧小区改造作为稳投资、扩内需的重要手段，得到政府的强力推动，资金压力将有所缓解，2020 年有望大规模开展。主要依靠政府财政资金支持“基础类”项目改造确定性较强，如水、电、燃气管道等市政基础设施完善以及房屋修缮项目，进而拉动相应防水材料、涂料和管材等消费类建材的需求。

6.1 防水材料

- 东方雨虹：公司作为防水行业龙头，上市以来产能持续扩张，现已逐步完成全国布局，优质的产品、服务和雄厚的资金实力使得公司在竞争中优势明显。后续随着产能的充分释放，市占率有望稳步提升。2020 年石化原材料价格的下滑，也将带动公司生产成本的下行。此外，公司借助现有防水业务渠道，近年来积极推动民建建材产业链品类扩张，未来随着各类功能性建材进入收获期，将给公司发展注入新的动能。
- 科顺股份：公司目前是产能仅次于东方雨虹的全国第二大防水企业，目前拥有佛山、昆山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南八大生产基地，未来计划在广西和安徽继续新建生产基地。公司由南向北，自东向西，逐步完成全国布局，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，可满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求，提升公司拿单能力。此外，原材料价格低位也同样对公司业绩产生积极影响。

6.2 涂料行业

- 三棵树：公司是国内涂料龙头企业，在国内品牌中知名度最高，充分受益于供给侧改革叠加环保趋严带来的行业集中度提升，市场份额不断扩张。公司自身具有较强研发实力，在房地产竣工周期、精装房趋势和下游地产集中度提升的推动下，公司工程业务发展迅速，已经超越立邦且持续快速发展，同时 C 端销售渠道也在日益完善，一、二线城市渗透率不断提升。未来随着公司在建涂料产能的释放，以及防水材料、保温业务的拓展，业绩增长可期。

6.3 管材行业

- 永高股份：公司年生产能力在 60 万吨以上，塑管产销规模在国内可比上市公司中位列第二，是目前国内 A 股上市的规模最大的塑料管道企业。公司以工程业务为主，且主要市场集中在华东地区，或将成为老旧小区改造的直接受益者。2020 年公司成功发行 7 亿可转债，用于湖南岳阳年产 8 万吨和浙江台州年产 5 万吨的项目建设，产能将继续稳步扩张。此外，原油价格的走低同样带来管材原材料价格的下行，增添公司业绩弹性。

7. 风险提示:

- 老旧小区改造资金落实不及预期：目前来看，老旧小区改造资金来源主要依赖政府财政资金，若政府财政支持力度不够，则老旧小区改造蕴藏的消费建材需求难以释放。
- 老旧小区改造协调机制不完善：老旧小区改造涉及多方面利益，若不能有效进行协调，同时规范改造过程，改造进度或不及预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH